

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM
DIFERENTES CENÁRIOS: UMA ANÁLISE PARA A ECONOMIA
BRASILEIRA DE 2007 A 2009.**

FELIPE BEDIAGA DE OLIVEIRA
matrícula nº : 103134003
E-mail: bediaga@gmail.com

ORIENTADOR: Prof. Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca
E-mail: mfonseca@ie.ufrj.br

FEVEREIRO 2012

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer inicialmente ao professor Manuel Alcino pela constante ajuda durante a elaboração desse trabalho.

Gostaria de agradecer também a todos que me ajudaram a chegar até aqui, em especial a Carolina.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a indústria de fundos de investimento no Brasil em diferentes cenários. Após um período de prosperidade e crescimento dessa indústria durante o ano de 2007, a crise do *subprime* representou um ponto de inflexão nessa trajetória. Mais especificamente, busca-se avaliar, por meio de uma medida de desempenho, ou o coeficiente alfa, o sucesso da gestão nesses cenários distintos. Observa-se que, no período analisado, a gestão mostrou comportamento mais satisfatório no período de crise. Por outro lado, no período de prosperidade econômica e maior crescimento da indústria de fundos, a gestão não é responsável por maiores retornos desses investimentos.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	06
CAPÍTULO I – O MODELO CAPM	09
I.1) O MODELO CAPM	09
CAPÍTULO II – ANÁLISE DOS RETORNOS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO PERÍODO DE 2007 – 2009	13
II.1) DESCRIÇÃO DOS PERÍODOS ANALISADOS	13
II.1.1) PERÍODO 01	14
II.1.2) PERÍODO 02	15
II.1.3) PERÍODO 03	17
II.2) DESCRIÇÃO DA AMOSTRA	18
II.3) ANÁLISE DOS RESULTADOS	23
II.3.1) PERÍODO 01	24
II.3.2) PERÍODO 02	27
II.3.3) PERÍODO 03	30
CONCLUSÃO	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	35

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento da indústria de fundos de investimento ¹está atrelado às inovações e ao surgimento de novas estruturas e possibilidades nos mercados financeiros globais. À medida que essas estruturas se tornam mais complexas, a tarefa de otimização de investimentos se mostra cada vez mais difícil. Nesse sentido, a especialização e o conhecimento profundo de todos os mecanismos e instrumentos financeiros tornam-se pré-requisitos para uma adequada gestão de investimentos. Em um cenário de crise mundial, como a crise financeira de 2008, torna-se ainda mais árdua a tarefa dos gestores em gerar retornos positivos, acima de patamares mínimos (como os benchmarks², por exemplo).

No Brasil, o primeiro fundo de investimento foi criado na década de 50, durante o mandato do presidente Juscelino Kubitschek. O plano de metas atraiu investidores internacionais que, juntamente com o grupo Rockefeller, criaram o fundo denominado Crescinco buscando obter retornos financeiros considerando as ambições desenvolvimentistas do país associadas à carência de financiamento para investimentos mais ousados (Luquet, 2002).

Porém, somente a partir do final dos anos 90 que o crescimento da indústria de fundos no Brasil se deu de forma mais intensa. A estabilização da economia, o controle e estabilização inflacionários proporcionados pelo Plano Real são considerados marcos decisivos nesse processo, pois permitiram ao investidor uma visão real de seus ganhos, contribuindo, dessa maneira, para uma acentuada elevação na demanda por fundos, tendência que se manteve no decorrer dos anos 2000. De acordo com a Anbima³, em 1993 existiam 91 fundos de investimento no país. Em 2005 esse número subiu para 5.824 e alcançou 9.117 fundos no final de 2009. Em 2009, a indústria alcançou R\$ 1,4 trilhão de patrimônio sob gestão, um crescimento de 20,55% quando comparado ao ano de 2008. De 2005 a 2009 o crescimento do patrimônio foi de 87,0% (considerando os dados deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA),

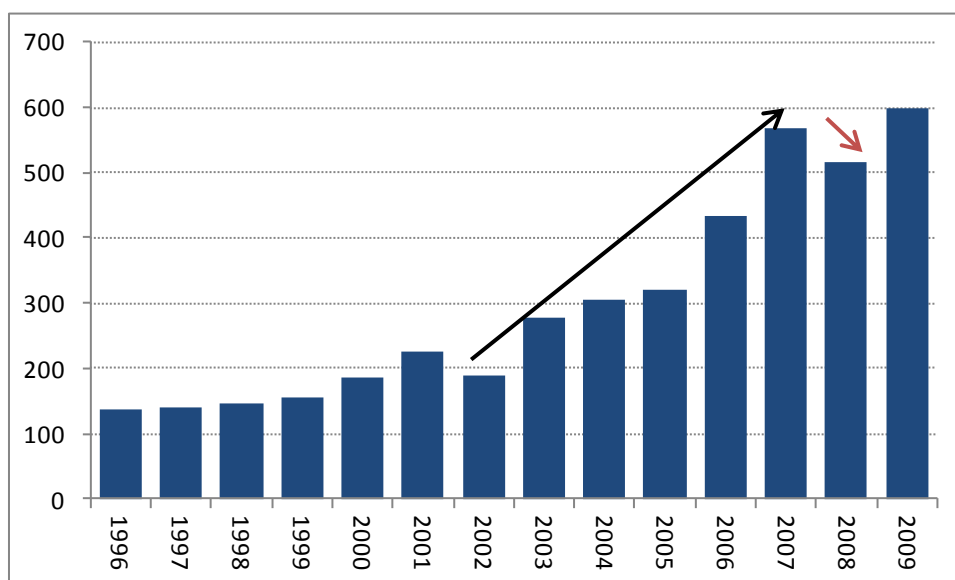
¹ De acordo com a Comissão de Valores Imobiliário (CVM) Fundo de investimentos é uma comunhão de recursos constituído sob a forma de condomínio destinado a aplicação de ativos financeiros.

² O termo benchmark é utilizado na gestão de investimentos como um indicador que dá a referência de performance que cada investimento busca acompanhar. Para os investimentos em ativos de Renda Fixa, por exemplo, usualmente utiliza-se o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) como benchmark.

³ Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais.

fazendo com que a indústria brasileira de fundos de investimento passasse da 12ª para a 6ª posição entre as maiores do mundo, tomando por base os dados do ICI - Investment Company Institute (ICI) referentes ao 3º trimestre de 2009.

Gráfico 1 – Evolução do patrimônio líquido real da indústria de fundos de investimento no Brasil (R\$ Bi)

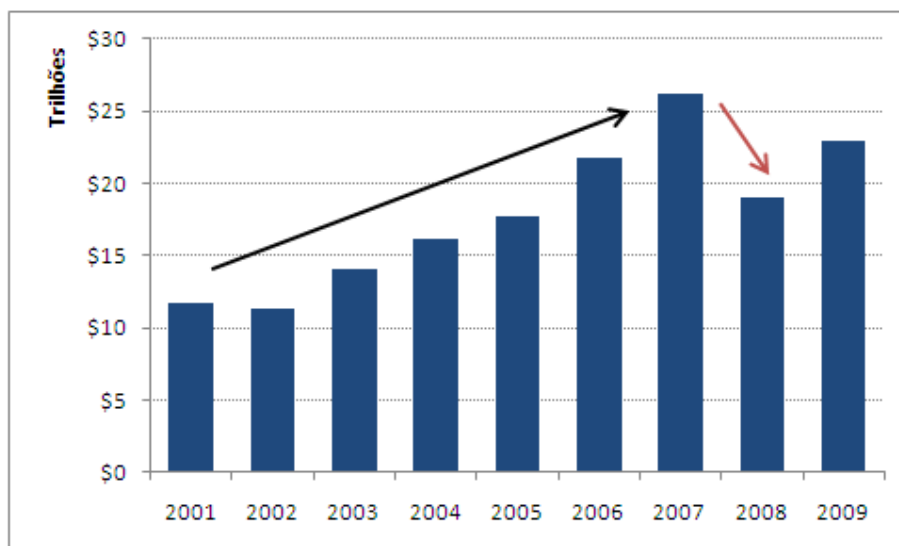


Fonte: Anbima – elaboração própria. Dados deflacionados pelo IPCA. Ano Base 1996.

Em termos internacionais, o mercado de fundos de investimento, também mostrou maior desenvolvimento nos últimos anos, segundo dados do Investment Company Institute. O número de fundos registrados na indústria⁴ cresceu de aproximadamente 54 mil em 2001 para 66 mil em 2009, e o patrimônio sob gestão seguiu a mesma tendência, atingindo US\$ 23 tri em 2009:

Gráfico 2 – Evolução do patrimônio líquido da indústria de fundos mundial (US\$ Tri)

⁴ Fundos de fundos não são incluídos, com exceção para França, Itália e Luxemburgo a partir de 2003.



Fonte: Investment Company Institute – elaboração própria

A criação de novos instrumentos financeiros (como os derivativos), a consolidação das agências reguladoras nos mercados financeiros, a proliferação dos chamados gestores independentes⁵ e o desenvolvimento teórico-quantitativo do processo de seleção de fundos e ativos contribuíram em larga escala para o forte crescimento dos patrimônios sob gestão evidenciados nos gráficos anteriores.

A partir do início de 2008, observa-se um ponto de inflexão na tendência de crescimento da indústria de fundos no Brasil e no resto do mundo. A crise do *subprime* é o nome pelo qual ficou conhecido um marco histórico da economia e da cultura atual. Essa crise, que teve seu auge justamente em 2008, trouxe a ruína para milhares de americanos e uma ameaça para a economia global. A crise do *subprime* foi uma crise causada por uma bolha especulativa no mercado imobiliário americano que, quando estourou, causou forte volatilidade nos mercados do mundo inteiro. Como consequência nota-se grande aversão ao risco por parte dos investidores, causando grande contenção de crédito e forte venda de ativos. Esse movimento se deu de forma mais intensa na indústria de fundos mundial, em que a captação líquida⁶ do ano de 2008 foi de US\$ 274 bilhões, queda significativa quando comparada à captação do ano anterior (US\$ 1,5 trilhão)

Como será visto mais adiante, devido ao aumento acentuado do risco em tempos de crise econômica, os fundos com maior exposição em renda variável foram os mais

⁵ São chamados de “gestores independentes” aqueles que não estão diretamente ligados a uma instituição financeira.

⁶ Captação líquida representa a diferença entre captações e resgate no ano.

prejudicados, o que nesse período pode ser explicado por dois motivos: o primeiro foram os resgates elevados durante a crise, além disso os fundos sofreram com a desvalorização de seus papéis e ativos.

Para a elaboração de um panorama mais completo do desenvolvimento do mercado de fundos, este trabalho se propõe analisar o desempenho dos fundos no Brasil durante períodos distintos.

Com esse objetivo, serão analisados fundos pertencentes a três classes definidas pela CVM: Fundos de Ações, que são fundos que tem no mínimo 80% do patrimônio de sua carteira em ações, sendo que pelo menos 67% do patrimônio deve estar em ações admitidas à negociação em Bolsa; Fundos de Renda Fixa, que são fundos em que pelo menos 80% do patrimônio está aplicado em ativos de renda fixa; e Fundos Multimercado, que são fundos que envolvem vários fatores de risco (por exemplo, ações, câmbio, e derivativos), sem comprometimento de concentração em nenhum fator especial.

O período a ser analisado será de 02/01/2007 até 29/05/2009, período onde o mercado teve três movimentos distintos: ganhos expressivos até o início da crise do *subprime*, perdas expressivas com a crise e forte recuperação depois.

Esse estudo será então dividido em quatro etapas: a presente introdução; o primeiro capítulo, no qual será apresentado o modelo CAPM, que é um modelo de análise de carteiras onde o retorno de uma carteira ou ativo é analisado em relação a uma carteira de mercado; o segundo capítulo, em que serão analisadas as classes de fundos utilizando-se o modelo CAPM em cada um dos períodos escolhidos. Além disso, no segundo capítulo será analisado o comportamento de cada classe de fundo em cada um dos períodos; e por fim a conclusão do trabalho.

CAPÍTULO I - O MODELO CAPM

I.1) O Modelo CAPM

O modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) foi criado por William Sharpe em 1964 como uma extensão de um trabalho desenvolvido anteriormente por Markowitz. Este autor iniciou uma linha de pensamento propondo avaliar o desempenho de portfólios considerando retorno esperado e variância -- a raiz quadrada da variância é o indicador utilizado para o risco --, e dessa forma publicou em 1952 o artigo “Portfolio Selection” considerado como um marco na análise de investimentos. O problema principal da análise de Markowitz era o de calcular a covariância entre os ativos individuais. Tal obstáculo foi então tratado no trabalho de Sharpe, que substituiu o cálculo da covariância entre os ativos pela covariância do retorno de cada um desses ativos em relação ao mercado como um todo. Seguindo essa linha, foi então desenvolvido o CAPM que tem como objetivo principal avaliar o retorno esperado dos ativos (ou portfólios) individualmente, levando em consideração alguns determinantes, como o retorno do mercado em que o ativo está inserido.

A idéia principal do modelo é que o retorno médio de um ativo é função do seu risco sistemático, ou risco não diversificável, definido como aquele risco que atinge todos os ativos e não pode ser eliminado pela diversificação. Tal risco é definido pelo beta do ativo, que será explicado com mais detalhes em seguida. Para tanto assume algumas premissas rigorosas:

- H.1 Os mercados de capitais são perfeitos e eficientes;
- H.2 As informações são livres, perfeitas e acessíveis a todos;
- H.3 Não existem custos ou impostos nas transações;
- H.4 Nenhum investidor é forte o suficiente para provocar oscilações nas taxas de mercado;
- H.5 Todos os investidores possuem expectativas homogêneas sobre a distribuição conjunta dos retornos;

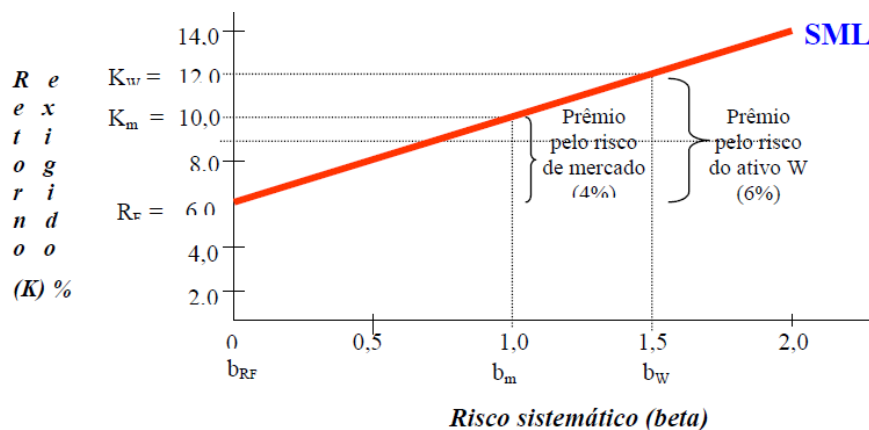
- H.6 Todos os investidores podem captar ou aplicar recursos a uma taxa livre de risco, não havendo restrições às posições vendidas;

- H.7 todos os investidores buscam maximizar a utilidade de seu investimento durante o horizonte de maximização;

-H.8 os títulos possuem um comportamento equilibrado, onde seus preços são adequados e os retornos esperados são iguais aos retornos exigidos;

Considerando a eficiência dos mercados, o CAPM pode ser representado por uma forma gráfica, ou a determinada SLM (linha de mercado de títulos) de acordo com a figura abaixo:

Grafico 1.1 – SML com o ativo W



Fonte: Gitman, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira, 1997.

A equação de equilíbrio do modelo apresenta uma relação entre o retorno esperado do ativo (ou portfólio) em questão (ER_i) e o retorno esperado da chamada “carteira de mercado” (ER_m). Na equação, também é utilizada a rentabilidade dos ativos sem risco definida por (r):

$$ER_i = r + (ER_m - r)\beta_i \quad (1)$$

onde,

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (2)$$

O coeficiente β_i representa o risco de mercado (ou risco sistemático) do ativo (ou portfólio) em questão. Um ativo livre de risco sistemático possui β_i igual a zero (já que não possui correlação com o mercado), enquanto o próprio portfólio de mercado possui β_i igual a um (uma vez que a sua covariância com a carteira de mercado é igual à variância de mercado).

Embora não seja aplicável a todos os ativos, alguns autores afirmam que, o CAPM fornece uma referência conceitual útil para avaliar a relação entre risco e retorno. Porém é sabido que o modelo apresenta diversas fragilidades. Uma das fragilidades do modelo é não definir o que seria o retorno de mercado, já que esse seria uma carteira que contenha todos os ativos da economia, sendo praticamente impossível sua mensuração. Sendo assim, na prática o CAMP apresenta algumas falhas e diversos estudos empíricos foram elaborados evidenciando essas fragilidades do modelo. De acordo com Fama (2004) e Frech (2004) os problemas empíricos do CAPM podem refletir falhas teóricas resultantes de um grande número de premissas simplificadoras. Os autores reuniram as principais fragilidades empíricas do CAPM (2004).

Dessa maneira, é possível que existam portfólios que consigam obter excesso de retorno após o ajuste pelo risco de mercado, ou seja, apresentem um retorno “extra” que não é totalmente mensurado pela equação de equilíbrio do CAPM. Tal retorno “extra” pode ser, por exemplo, obtido pela habilidade do gestor daquele portfólio, e não da direção do mercado. Nesse sentido, o portfólio deve ter ativos diferentes da carteira de mercado, resultando, por conseguinte, em um maior risco não sistemático. Sendo assim, a equação ajustada é dada por:

$$ER_i = r + (ER_m - r)\beta_i + \alpha_i \quad (3)$$

Jensen (1968) analisou 115 fundos de ações durante um período de 20 anos (1945 – 1964), verificando a persistência do desempenho financeiro destes fundos. O modelo nasceu a partir do CAPM e consiste em uma regressão entre o excesso da rentabilidade de um fundo contra o excesso de rentabilidade do mercado. O alfa do modelo, conhecido como Alfa de Jensen, representa o termo de intercepto de sua regressão intertemporal. A abordagem que data de Jensen (1968) é estimar a regressão temporal de uma carteira pelo CAPM e usar o intercepto (que seria o Alfa de Jensen) para mensurar o desempenho anormal, que não é explicado puramente pelo CAPM.

Intuitivamente, o α_i (alfa) pode ser considerado uma medida de sucesso do gestor. Com um α_i (alfa) positivo, a gestão do fundo pode ser considerada bem sucedida, e vice-versa. O alfa é a “medida de performance” utilizada para qualificar os gestores e comparar seu desempenho.

No presente trabalho, será medido o alfa para diferentes carteiras de fundos de investimento em períodos selecionados. Com isso objetiva-se obter um estudo do comportamento da indústria de fundos de investimento no Brasil assim como o sucesso dos gestores independentes em cada período.

CAPÍTULO II - ANÁLISE DOS RETORNOS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO PERÍODO DE 2007 – 2009

II.1) Descrição dos períodos analisados

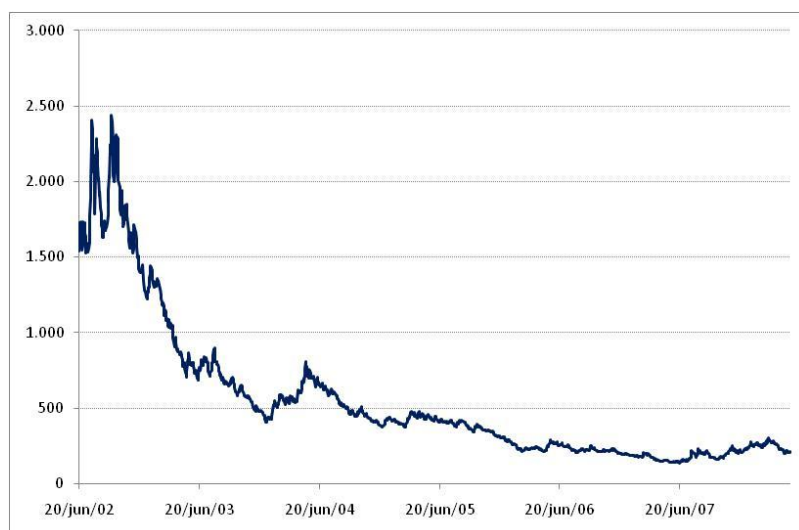
Conforme explicado anteriormente, o presente trabalho busca analisar a performance da indústria de fundos de investimento no Brasil em períodos distintos e para tanto estudará o retorno desses fundos sob a ótica do CAPM. Além disso, também será estudado o retorno adicional, que não é explicado pelo modelo, sendo esse representado pelo fator alfa. De acordo com a teoria evidenciada no capítulo I e com a equação (3) o alfa estaria então relacionado ao sucesso dos gestores.

O alfa dos fundos será calculado para três períodos históricos pré-selecionados, sendo eles de janeiro de 2007 a maio de 2008; de maio de 2008 a outubro de 2008 e por fim, de outubro de 2008 a maio de 2009. Os períodos selecionados possuem características macroeconômicas bastante específicas e assim, considera-se relevante analisar a indústria de fundos de investimento nesses intervalos, assim como o sucesso dos gestores.

II.1.1) Período 01 - de 02/01/2007 até 20/05/2008:

O período pré-crise do subprime caracteriza uma era de liquidez internacional abundante com intenso fluxo de investimentos para as economias emergentes, capazes de oferecer maiores retorno para os investidores. Tal liquidez abundante associada a outros fatores existentes na economia brasileira (como estabilidade política, controle inflacionário e desenvolvimento do mercado interno) fizeram do Brasil um dos países principais para o recebimento de investimento estrangeiro. O gráfico abaixo evidencia a evolução do risco Brasil -- diferencial de risco da dívida soberana --, medido pelo EMBI (Emerging Market Bond Index) elaborado pelo banco JP Morgan, mostra que tal fator vinha em uma trajetória de queda desde 2002, alcançando patamares até então desconhecidos.

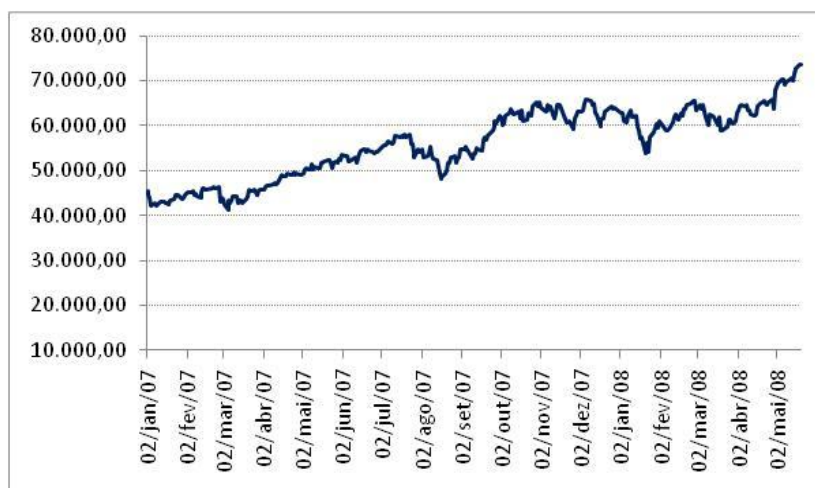
Gráfico 2.1 – EMBI Brasil período 01



Fonte: JP Morgan

Destaca-se ainda nesse período o marco da economia brasileira ter recebido o grau de investimento pelas grandes agências classificadoras de risco de mercado. Nesse sentido, o país tornou-se um dos principais alvos para investimento estrangeiro e o índice Bovespa atingiu seu máximo histórico em 20/05/2007 (73.516 pontos) representando então o fim de um período de ascensão.

Gráfico 2.2 – Índice Bovespa período 01



Fonte: Bovespa

II.1.2) Período 02 - de 21/05/2008 até 27/10/2008:

Esse período pode ser caracterizado com o mais agudo na crise do subprime representado pela contração da liquidez mundial e por quebras de famosas instituições financeiras, como o Lehman Brothers e Bears Stearns.

Diante do elevado grau de aversão ao risco, instituições financeiras mundiais contraíram suas atividades, impactando o crédito, liquidez e nível de atividade nas economias.

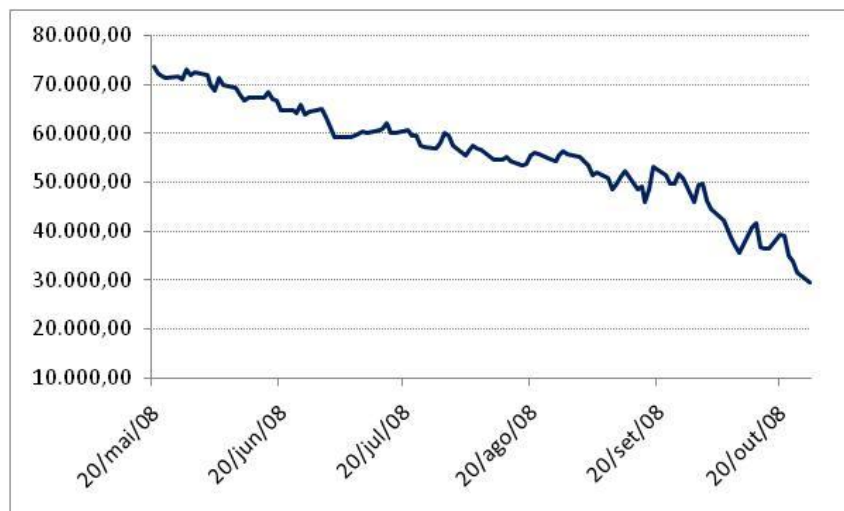
Nesse cenário o índice Bovespa mergulhou em uma depressão, atingindo o mínimo de 29.435 pontos voltando aos patamares de 2005, sendo o período caracterizado por elevada volatilidade nos mercados financeiros como um todo.

Gráfico 2.3 – EMBI Brasil período 02



Fonte: JP Morgan

Gráfico 2.4 – Índice Bovespa período 02

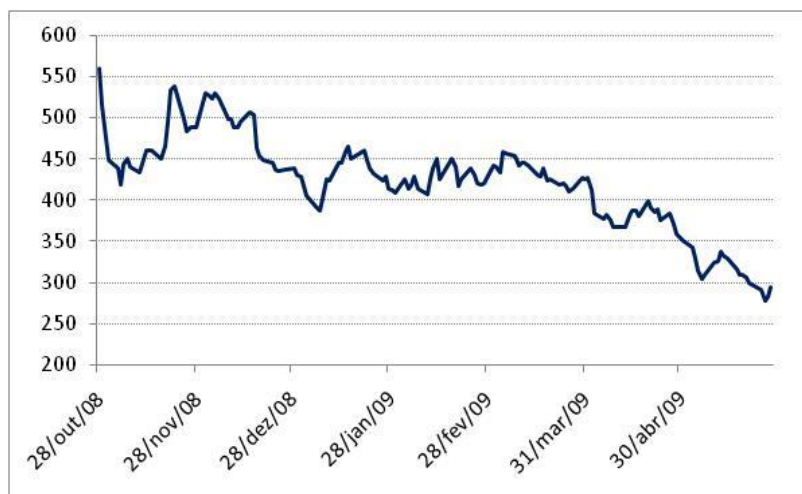


Fonte: Bovespa

II.1.3) Período 03 - de 28/10/2008 até 29/05/2009:

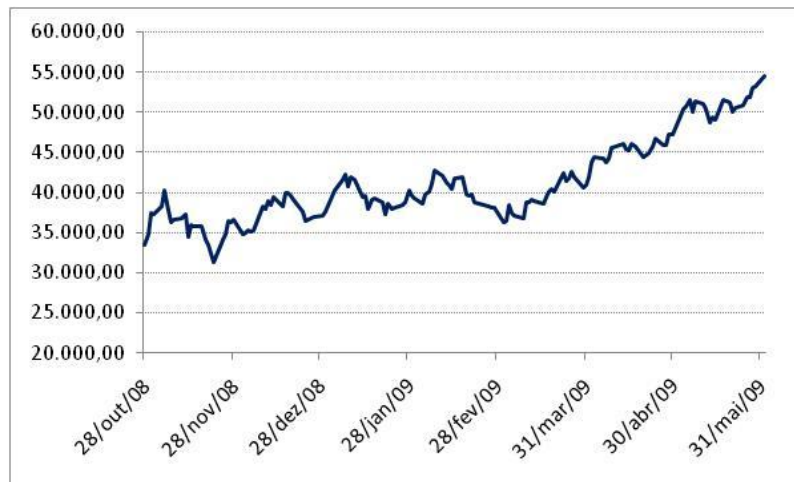
Após o pânico do período anterior, os Governos mundiais adotaram políticas econômicas a fim de recuperarem suas economias. Assim, o Ibovespa teve uma melhora tanto na valorização dos ativos quanto no aporte no patrimônio investido no mercado de fundos de investimento.

Gráfico 2.5 – EMBI Brasil período 03



Fonte: JP Morgan

Gráfico 2.6 – Índice Bovespa



Fonte: Bovespa

Sendo assim, esse três períodos foram escolhidos para analisar a indústria de fundos de investimento no Brasil. Observa-se que são períodos marcados por grandes divergências e características próprias e por isso mostrarão o comportamento dos fundos com essas especificidades.

II.2) Descrição da amostra

No presente trabalho os fundos de investimento analisados serão divididos em três mercados classificados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e 18 subgrupos classificados pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais).

Os três grandes mercados classificados pela CVM (segundo a instrução CVM 409/04) são:

I - Renda Fixa

Devem aplicar pelo menos 80% de seus recursos em títulos de renda fixa - públicos ou privados, pré ou pós-fixados - e ter como principal fator de risco a variação da taxa de juros e/ou de índice de preços. Podem utilizar derivativos tanto para proteção da carteira quanto para alavancagem.

Este grupo subdivide-se em quatro subgrupos segundo classificação da ANBIMA (Deliberação 44):

I.1 Renda Fixa

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.). Devem manter, no mínimo, 80% de sua carteira em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito ou sintetizados, via derivativos, com registro e garantia das câmaras de compensação.

I.2 Renda Fixa Índices

Fundos que buscam seguir ou superar indicadores de desempenho (benchmarks) que reflitam os movimentos de preços dos títulos de renda fixa, tais como o IMA Geral e seus subíndices apurados pela ANBIMA, através de investimentos em ativos de renda fixa (ou títulos sintetizados através do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.), ou que busquem seguir ou superar as variações do CDI ou Selic.

I.3 Renda Fixa Crédito Livre

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa, podendo manter mais de 20% da sua carteira em títulos de médio e alto risco de crédito (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos), incluindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.).

II - Multimercados

Devem apresentar política de investimento que envolva vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial, podendo investir em ativos

de diferentes mercados - como renda fixa, câmbio e ações - e utilizar derivativos tanto para alavancagem quanto para proteção da carteira.

II.1 - Multimercados Multigestores

Fundos que têm por objetivo investir em mais de um fundo, geridos por gestores distintos. A principal competência envolvida consiste no processo de seleção de gestores.

II.3 – Multimercados juros e moedas

Fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimentos em ativos de renda fixa, admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros, risco de índice de preço e risco de moeda estrangeira. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de renda variável (ações etc.)

II.4 – Multimercados Estratégia Específica

Fundos que adotam estratégia de investimento que implique riscos específicos, tais como commodities, futuro de índice

II.5 – Multimercados Long and Short - Neutro

Fundos que fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas, com o objetivo de manterem a exposição neutra ao risco do mercado acionário. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

II.6 – Multimercados Long and Short - Direcional

Fundos que fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas. O resultado deve ser proveniente, preponderantemente, da diferença entre essas posições. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

II.7 – Multimercados Balanceados

Fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio etc.). Estes fundos utilizam uma estratégia de

investimento diversificada e deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo. Também devem ter explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (*asset allocation benchmark*). Sendo assim, estes fundos não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI).

II.8 – Multimercados Multiestratégia

Fundos que podem adotar mais de uma estratégia de investimento, sem o compromisso declarado de se dedicarem a uma em particular.

II.9 – Multimercados Macro

Fundos que realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio etc.), definindo as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazos, atuando de forma direcional.

III – Fundos de Ações

Fundos que devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e *Brazilian Depositary Receipts*, classificados como nível II e III.

III.1 - Fundos de Ações Sustentabilidade / Governança

Fundos que investem somente em empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa, ou que se destacam em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo, conforme critérios estabelecidos por entidades reconhecidas no mercado ou supervisionados por conselho não vinculado à gestão do fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

III.2 - Fundos de Ações Small Caps

Fundos cuja carteira investe, no mínimo, 90% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBrX - Índice Brasil, ou seja, ações de

empresas com relativamente baixa e média capitalização de mercado. Os 10% remanescentes podem ser investidos em ações de maior liquidez ou capitalização de mercado, desde que não estejam incluídas entre as dez maiores participações do IBrX – Índice Brasil, ou em caixa. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

III.3 - Fundos de Ações Setoriais

Fundos que investem em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores afins da economia. Estes fundos devem explicitar em suas políticas de investimento os setores, subsetores ou segmentos elegíveis para aplicação, conforme classificação setorial definida pela Bovespa. Também classificam-se neste tipo os fundos destinados à aplicação com recursos próprios que atendem aos requisitos estabelecidos em ofertas de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e dos Programas Estaduais de Desestatização. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

III.4 - Fundos de Ações IBrX Ativo

Fundos que utilizam o IBrX ou o IBrX 50 como referência, tendo objetivo explícito de superar o respectivo índice.

III.5 - Fundos de Ações IBOVESPA Ativo

Fundos que utilizam o Índice Bovespa como referência, tendo objetivo explícito de superar este índice.

III.6 - Fundos de Ações Dividendos

Fundos cuja carteira investe somente em ações de empresas com histórico de *dividend yield* (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essas perspectivas. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

III.7 - Fundos de Ações Livre

Classificam-se neste segmento os fundos de ações abertos que não se enquadrem em nenhum dos segmentos anteriores.

Assim, foram criados três grupos com 18 subgrupos, totalizando 365 fundos de investimento a serem analisados:

Tabela 2.1

NÚMERO DE FUNDOS DE ACORDO COM A CLASSIFICAÇÃO ANBIMA		
Renda Fixa	Ações	Multimercados
203	28	134

Elaboração Própria. Dados Anbima

Tabela 2.2

Grupo CVM	Subgrupo Anbima
Renda Fixa	Renda Fixa Índices
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre
Renda Fixa	Renda Fixa
Multimercados	Multimercados Multigestor
Multimercados	Multimercados Multiestratégia
Multimercados	Multimercados Macro
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica
Multimercados	Balanceados
Multimercados	Long And Short - Neutro
Multimercados	Long And Short - Direcional
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança
Ações	Ações Small Caps
Ações	Ações Setoriais
Ações	Ações Livre
Ações	Ações IBrX Ativo
Ações	Ações IBOVESPA Ativo
Ações	Ações Dividendos

Elaboração Própria. Dados Anbima

Conforme explicado no Capítulo 1, a equação ajustada do CAPM é dada por:

$$ER_i = r + (ER_m - r)\beta_i + \alpha_i$$

Os fundos de investimento foram divididos em grupos CVM e posteriormente em subgrupos ANBIMA. Assim, no presente trabalho, o retorno do portfólio, ou seja, ER_i será dado pelo retorno de cada subgrupo especificado anteriormente. O retorno de mercado (ER_m) será o retorno de cada grupo e o ativo livre de risco é representado pelo CDI. Assim, com esses dados é possível estimar o alfa para cada subgrupo, sendo esse uma proxy para o sucesso da gestão. Essas análises serão feitas para cada período e os cálculos e mais detalhes serão dados a seguir.

II.3.1) Período 01 - de 02/01/2007 até 20/05/2008:

Considerando o primeiro período calculou-se o retorno dos três grandes grupos de análise (renda fixa, ações e multimercados) entre os dias considerados, sendo essas as rentabilidades dos mercados. Assim foram obtidos os seguintes números:

Tabela 2.3

	Patrimônio (R\$)	Rentabilidade
CDI		16,33%
Renda Fixa	369.266.763.808	16,17%
Multimercados	122.918.854.178	19,93%
Ações	16.016.985.892	60,52%

Elaboração própria. Dados Anbima.

O mesmo fora feito para o CDI (que é o ativo livre de risco) e para todos os subgrupos ANBIMA:

Tabela 2.4

		Patrimônio (R\$)	Rentabilidade
Renda Fixa	Renda Fixa Índices	13.660.685.672	14,58%
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre	10.213.624.380	16,65%
Renda Fixa	Renda Fixa	345.392.453.756	16,22%
Multimercados	Multimercados Multigestor	6.729.145.270	17,64%
Multimercados	Multimercados Multiestratégia	67.407.055.687	22,23%
Multimercados	Multimercados Macro	8.790.820.762	15,55%
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas	26.378.161.594	16,79%
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica	10.448.929.536	20,55%
Multimercados	Balanceados	589.265.509	18,24%
Multimercados	Long And Short - Neutro	662.645.742	6,48%
Multimercados	Long And Short - Direcional	1.912.830.079	12,37%
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança	372.312.429	59,02%
Ações	Ações Small Caps	1.237.549.989	18,02%
Ações	Ações Setoriais	2.958.183.896	105,48%
Ações	Ações Livre	5.678.629.406	45,23%
Ações	Ações IBrX Ativo	1.690.096.645	64,57%
Ações	Ações IBOVESPA Ativo	2.740.944.806	62,73%
Ações	Ações Dividendos	1.339.268.723	56,05%

Elaboração própria. Dados Anbima.

Analisando as tabelas 2.3 e 2.4 observa-se que no período 01, caracterizado por abundância de liquidez e prosperidade econômica, os investimentos de um modo geral apresentaram rentabilidade positiva. Assim, os três grupos analisados superaram o rendimento do ativo livre de risco, com destaque para os fundos de ação que renderam 61% no período.

Após cálculo de rentabilidade, obteve-se o coeficiente beta para cada um dos 18 subgrupos e para isso utilizou-se todo o período de análise. O beta foi calculado de acordo com a teoria evidenciada. Assim, assume-se que cada subgrupo de fundos possui um beta de acordo com o mercado em que está inserido:

Tabela 2.5

Classificação CVM	Tipo ANBIMA	COVAR	VAR MERC	BETA
Renda Fixa	Renda Fixa Índices	0,00193296	0,002324603	0,831522834
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre	0,002495897	0,002324603	1,073687512
Renda Fixa	Renda Fixa	0,002331278	0,002324603	1,002871707
Multimercados	Multimercados Multigestor	0,005144505	0,005896119	0,872523975
Multimercados	Multimercados Multiestratégia	0,006647427	0,005896119	1,12742419
Multimercados	Multimercados Macro	0,007303636	0,005896119	1,238719267
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas	0,003494792	0,005896119	0,592727428
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica	0,006599459	0,005896119	1,119288639
Multimercados	Balanceados	0,006603298	0,005896119	1,119939764
Multimercados	Long And Short - Neutro	0,002396001	0,005896119	0,406369114
Multimercados	Long And Short - Direcional	0,008732679	0,005896119	1,481089292
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança	0,34917217	0,358671419	0,973515456
Ações	Ações Small Caps	0,287859259	0,358671419	0,802570943
Ações	Ações Setoriais	0,449170361	0,358671419	1,252317126
Ações	Ações Livre	0,307943574	0,358671419	0,858567361
Ações	Ações IBrX Ativo	0,371579845	0,358671419	1,035989557
Ações	Ações IBOVESPA Ativo	0,360660992	0,358671419	1,005547061
Ações	Ações Dividendos	0,299501908	0,358671419	0,835031429

Elaboração própria. Dados Anbima.

Por fim, calculou-se o retorno de cada subgrupo de fundos de acordo com a equação do CAPM. A diferença entre esse retorno e a rentabilidade real de cada um dos subgrupos é dita como o sucesso do gestor (alfa).

Tabela 2.6

PERÍODO 01 (02/01/2007 - 20/05/2008)							
		CDI	(Rm - CDI)*beta	Valor esperado retorno (CAPM)	ALFA	PL (R\$)	Média total ponderada pelo PL (ALFA)
Renda Fixa	Renda Fixa Índices	16,33%	-0,14%	16,20%	-1,61447%	369.266.763.808	-1,0507%
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre	16,33%	-0,18%	16,16%	0,49971%	122.918.854.178	
Renda Fixa	Renda Fixa	16,33%	-0,16%	16,17%	0,04881%	16.016.985.892	
Multimercados	Multimercados Multigestor	16,33%	3,14%	19,47%	-1,83%	13.660.685.672	-4,5562%
Multimercados	Multimercados Multiestratégia	16,33%	4,06%	20,39%	1,84%	10.213.624.380	
Multimercados	Multimercados Macro	16,33%	4,46%	20,79%	-5,24%	345.392.453.756	
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas	16,33%	2,13%	18,47%	-1,68%	6.729.145.270	
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica	16,33%	4,03%	20,36%	0,19%	67.407.055.687	
Multimercados	Balanceados	16,33%	4,03%	20,36%	-2,12%	8.790.820.762	
Multimercados	Long And Short - Neutro	16,33%	1,46%	17,79%	-11,31%	26.378.161.594	
Multimercados	Long And Short - Direcional	16,33%	5,33%	21,66%	-9,30%	10.448.929.536	
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança	16,33%	43,02%	59,35%	-0,33%	589.265.509	4,7479%
Ações	Ações Small Caps	16,33%	35,46%	51,79%	-33,78%	662.645.742	
Ações	Ações Setoriais	16,33%	55,33%	71,67%	33,82%	1.912.830.079	
Ações	Ações Livre	16,33%	37,94%	54,27%	-9,04%	372.312.429	
Ações	Ações IBRX Ativo	16,33%	45,78%	62,11%	2,47%	1.237.549.989	
Ações	Ações IBOVESPA Ativo	16,33%	44,43%	60,76%	1,97%	2.958.183.896	
Ações	Ações Dividendos	16,33%	36,90%	53,23%	2,82%	5.678.629.406	

Elaboração própria. Dados Anbima.

Analisando o grupo Renda Fixa da tabela acima, conclui-se que os gestores não foram bem sucedidos na gestão dos fundos indexados. De acordo com o alfa, a gestão foi responsável por reduzir a rentabilidade desses fundos em 1,61%. Como esses possuem maiores quantidades alocadas (fundos com maiores patrimônio) a média dos alfas ponderada pelo PL foi de -1,05% para o período 01.

Para os fundos Multimercado, a gestão também não foi bem sucedida considerando a análise pelo alfa de -4,57% no período. Nesse grupo, a grande maioria dos subgrupos de fundos fora prejudicada pela gestão e apenas dois deles tiveram resultado positivo pela análise do alfa (fundos multiestratégia e estratégia específica).

Já no grupo dos fundos de Ações, os gestores foram capazes de tornar os fundos mais rentáveis em 4,75%. Dentre os subgrupos três tiveram resultado negativo e os demais foram bem sucedidos com destaque para os fundos de ações setoriais (com rentabilidade de 105% no período e alfa de 34%).

Assim, no período pré-crise mundial caracterizado por uma era de liquidez internacional abundante com intenso fluxo de investimentos para as economias emergentes a indústria

de fundos no Brasil apresentou rentabilidade sólida. Contudo, de acordo com a análise apresentada acima, os retornos positivos e superiores ao CDI nesse período não podem ser atribuídos à gestão para todos os fundos estudados. De acordo com o parâmetro alfa, dos 18 subgrupos, apenas oito tiveram maior rentabilidade justificada pelo sucesso do gestor. Considerando a análise dos fundos nos grupos CVM, apenas o grupo fundos de Ações tiveram gestão bem sucedida.

II.3.2) Período 02 - de 21/05/2008 até 27/10/2008:

No segundo período de análise, a indústria de fundos, de um modo geral, apresentou performance inferior quando comparada ao período 01. Esse fato pode ser visto na tabela 2.7 abaixo, em que estão os retornos dos três grandes mercados.

Tabela 2.7

	Patrimônio (R\$)	Rentabilidade
CDI		6%
Renda Fixa	373.212.997.997	5%
Multimercados	136.826.242.217	1%
Ações	30.022.536.960	-59%

Elaboração própria. Dados Anbima.

Considerando a performance dos subgrupos, os de renda fixa apresentaram retorno positivo no período, ainda que com rentabilidade inferior a do ativo livre de risco. Nos fundos do subgrupo multimercado, conclusão semelhante pode ser feita e os fundos multimercados que apresentaram retorno maior que zero no período, não foram capazes de superar o ativo livre de risco. O subgrupo multimercado Macro apresentou performance negativa de 8,5% refletindo o cenário econômico de perdas.

No intervalo, os fundos de ações foram os mais prejudicados e as cotas destes desvalorizaram 59% (tabela 2.7).

Tabela 2.8

		Patrimônio (R\$)	Rentabilidade
Renda Fixa	Renda Fixa Índices	11.331.223.762	1,98%
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre	11.849.744.483	4,67%
Renda Fixa	Renda Fixa	350.032.029.752	5,17%
Multimercados	Multimercados Multigestor	7.698.645.346	1,25%
Multimercados	Multimercados Multiestratégia	76.151.451.136	1,10%
Multimercados	Multimercados Macro	9.915.330.763	-8,46%
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas	29.433.281.838	5,80%
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica	11.863.184.588	-0,67%
Multimercados	Balanceados	707.653.117	-3,42%
Multimercados	Long And Short - Neutro	160.162.977	-1,51%
Multimercados	Long And Short - Direcional	896.532.453	-16,02%
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança	569.313.458	-59,69%
Ações	Ações Small Caps	1.104.045.953	-57,57%
Ações	Ações Setoriais	11.710.979.216	-65,55%
Ações	Ações Livre	6.675.101.242	-52,14%
Ações	Ações IBrX Ativo	2.561.256.142	-61,41%
Ações	Ações IBOVESPA Ativo	4.360.058.404	-56,57%
Ações	Ações Dividendos	3.041.782.545	-51,64%

Elaboração própria. Dados Anbima.

Dada a tabela 2.5 obtivemos o coeficiente beta de cada subgrupo de fundos, que é o mesmo para os três períodos. Assim, é possível calcular o retorno desses subgrupos de acordo com o CAPM. Novamente, a diferença entre o retorno esperado pelo CAPM e o retorno real do período é definido como o parâmetro alfa, ou o sucesso da gestão. Os resultados estão expostos na tabela 2.9.

Tabela 2.9

		PERÍODO 02 (21/05/2008 - 27/10/2008)					Média total ponderada pelo PL (ALFA)
		CDI	(Rm - CDI)*beta	Valor esperado retorno (CAPM)	ALFA	PL (R\$)	
Renda Fixa	Renda Fixa Índices	5,51%	-0,38%	5,13%	-3,14847%	11.331.223.762	0,0000%
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre	5,51%	-0,49%	5,02%	-0,35171%	11.849.744.483	
Renda Fixa	Renda Fixa	5,51%	-0,46%	5,05%	0,11379%	350.032.029.752	
Multimercados	Multimercados Multigestor	5,51%	-3,82%	1,69%	-0,45%	7.698.645.346	0,0300%
Multimercados	Multimercados Multiestratégia	5,51%	-4,93%	0,58%	0,52%	76.151.451.136	
Multimercados	Multimercados Macro	5,51%	-5,42%	0,09%	-8,55%	9.915.330.763	
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas	5,51%	-2,59%	2,92%	2,88%	29.433.281.838	
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica	5,51%	-4,90%	0,61%	-1,29%	11.863.184.588	
Multimercados	Balanceados	5,51%	-4,90%	0,61%	-4,03%	707.653.117	
Multimercados	Long And Short - Neutro	5,51%	-1,78%	3,73%	-5,24%	160.162.977	
Multimercados	Long And Short - Direcional	5,51%	-6,48%	-0,97%	-15,05%	896.532.453	
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança	5,51%	-62,90%	-57,39%	-2,30%	569.313.458	2,9962%
Ações	Ações Small Caps	5,51%	-51,85%	-46,34%	-11,23%	1.104.045.953	
Ações	Ações Setoriais	5,51%	-80,91%	-75,40%	9,85%	11.710.979.216	
Ações	Ações Livre	5,51%	-55,47%	-49,96%	-2,18%	6.675.101.242	
Ações	Ações IBRX Ativo	5,51%	-66,93%	-61,42%	0,01%	2.561.256.142	
Ações	Ações IBOVESPA Ativo	5,51%	-64,97%	-59,46%	2,89%	4.360.058.404	
Ações	Ações Dividendos	5,51%	-53,95%	-48,44%	-3,20%	3.041.782.545	

Elaboração própria. Dados Anbima.

Considerando o primeiro grupo, que representa os fundos de renda fixa, é visto que os retornos se comportaram de acordo com o retorno esperado pelo modelo CAPM, e assim o alfa final, ponderado pelo patrimônio de cada subgrupo, apresentou valor nulo. Pode-se dizer que, nesse período de estresse nos mercados financeiros, a gestão não se comportou de forma ativa, não proporcionando retornos maiores aos cotistas. Esse resultado não foi visto para o subgrupo Renda Fixa Índices, porém como esse é o que apresenta menor PL, não causou impacto no alfa total.

Comportamento semelhante pode ser observado no grupo dos fundos Multimercado. Esse grupo apresentou retorno de cerca de 1% no período, e analisando a performance dos subgrupos de fundos, observa-se que dos 8 subgrupos considerados, em apenas dois a gestão obteve performance positiva. Todavia, como esses fundos são os que apresentaram maior patrimônio no período, o alfa final do grupo ficou ligeiramente maior que zero, evidenciando que a gestão ativa proporcionou algum retorno para os cotistas.

O terceiro mercado, representado pelos fundos de ações, foi o que mais se prejudicou no período de crise econômica. Conforme a tabela 2.7 esse mercado apresentou queda de 59% e todos os subgrupos de fundos tiveram quedas superiores a 50%. Os retornos esperados pelo CAPM desses fundos já evidenciavam os prejuízos dos mesmos no período, porém a gestão ativa foi satisfatória sendo capaz de recuperar uma parte do retorno para os cotistas. Dos 7 subgrupos de fundos desse mercado, em três a gestão obteve sucesso e como esses apresentaram os maiores patrimônios o alfa final do mercado de ações foi positivo em 2,99%.

Assim, analisando o período de crise econômica e estresse nos mercados financeiros, conclui-se que, de um modo geral, a gestão obteve melhores resultados do que no período de prosperidade econômica. Ainda que os fundos de investimento tenham apresentado retornos maiores no primeiro período. Comparando as tabelas 2.9 com a 2.6 observa-se alfas maiores para os grupos Renda Fixa e Multimercado no período 02.

II.3.1) Período 03 - de 28/10/2008 até 29/05/2009:

Seguindo a mesma teoria explicada anteriormente, estudo semelhante foi feito para o terceiro período. Inicialmente calculou-se o retorno dos três grandes grupos de análise (renda fixa, ações e multimercados) e do CDI nos períodos considerados. Assim foram obtidos os seguintes resultados no terceiro período:

Tabela 2.10

	Patrimônio (R\$)	Rentabilidade
CDI		7%
Renda Fixa	333.199.545.220	7%
Multimercados	119.695.684.633	10%
Ações	11.738.336.486	74%

Elaboração própria. Dados Anbima.

Tabela 2.11

		Patrimônio (R\$)	Rentabilidade
Renda Fixa	Renda Fixa Índices	8.122.750.105	13%
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre	9.232.058.921	7%
Renda Fixa	Renda Fixa	315.844.736.194	7%
Multimercados	Multimercados Multigestor	5.737.200.857	9%
Multimercados	Multimercados Multiestratégia	68.278.939.916	9%
Multimercados	Multimercados Macro	6.370.538.915	21%
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas	27.155.876.531	7%
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica	11.171.312.557	14%
Multimercados	Balanceados	670.142.245	22%
Multimercados	Long And Short - Neutro	68.789.900	11%
Multimercados	Long And Short - Direcional	242.883.713	11%
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança	200.505.482	69%
Ações	Ações Small Caps	348.889.469	64%
Ações	Ações Setoriais	4.010.400.303	86%
Ações	Ações Livre	3.088.211.692	66%
Ações	Ações IBrX Ativo	1.039.926.995	75%
Ações	Ações IBOVESPA Ativo	1.753.251.031	78%
Ações	Ações Dividendos	1.297.151.514	54%

Elaboração própria. Dados Anbima.

Analisando as tabelas 2.10 e 2.11 pode-se observar que no período três, caracterizado por grande recuperação nos preços dos ativos, que estavam em níveis historicamente muito baixos e foram estimulados pelo afrouxamento monetário (*Quantitative Easing*) realizado pelo Banco Central Americano, a rentabilidade dos mercados foi bem elevada, com destaque para os fundos de ações que renderam 74% no período.

Utilizando-se os betas da tabela 2.5 foi calculado o retorno de cada subgrupo de acordo com a equação do CAPM. A diferença entre esse retorno e a rentabilidade observada em cada um dos subgrupos pode ser considerada o sucesso do gestor (alfa) .

Tabela 2.12

PERÍODO 03 (28/10/2008 - 29/05/2009)							
		CDI	(Rm - CDI)*beta	Valor esperado retorno (CAPM)	ALFA	PL (R\$)	Média total ponderada pelo PL (ALFA)
Renda Fixa	Renda Fixa Índices	6,99%	0,14%	7,12%	6,37223%	8.122.750.105	-0,0001%
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre	6,99%	0,17%	7,16%	-0,08560%	9.232.058.921	
Renda Fixa	Renda Fixa	6,99%	0,16%	7,15%	-0,16149%	315.844.736.194	
Multimercados	Multimercados Multigestor	6,99%	2,58%	9,57%	-0,86%	5.737.200.857	0,0020%
Multimercados	Multimercados Multiestratégia	6,99%	3,34%	10,33%	-0,92%	68.278.939.916	
Multimercados	Multimercados Macro	6,99%	3,67%	10,66%	9,94%	6.370.538.915	
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas	6,99%	1,76%	8,74%	-1,54%	27.155.876.531	
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica	6,99%	3,32%	10,30%	3,46%	11.171.312.557	
Multimercados	Balanceados	6,99%	3,32%	10,31%	11,31%	670.142.245	
Multimercados	Long And Short - Neutro	6,99%	1,20%	8,19%	2,56%	68.789.900	
Multimercados	Long And Short - Direcional	6,99%	4,39%	11,38%	-0,77%	242.883.713	
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança	6,99%	65,49%	72,48%	-3,97%	200.505.482	-1,9146%
Ações	Ações Small Caps	6,99%	53,99%	60,98%	3,16%	348.889.469	
Ações	Ações Setoriais	6,99%	84,24%	91,23%	-5,06%	4.010.400.303	
Ações	Ações Livre	6,99%	57,76%	64,75%	1,44%	3.088.211.692	
Ações	Ações IBrX Ativo	6,99%	69,69%	76,68%	-1,43%	1.039.926.995	
Ações	Ações IBOVESPA Ativo	6,99%	67,64%	74,63%	3,60%	1.753.251.031	
Ações	Ações Dividendos	6,99%	56,17%	63,16%	-9,07%	1.297.151.514	

Elaboração própria. Dados Anbima.

Analisando o grupo Renda Fixa na tabela 2.12, pode-se concluir que o bom resultado obtido pelos Fundos de Renda Fixa Índices de 6,37% não foi suficiente para fazer com que a rentabilidade média ponderada pelo patrimônio ficasse positiva, pois os fundos com maior patrimônio alocado (Renda Fixa) ficaram com alfa de -0,16%. Isso fez com que a média dos alfas dos fundos de Renda Fixa ficasse em -0,0001% no terceiro período.

Os fundos Multimercados também tiveram um alfa bem próximo de zero, 0,002%. Os subgrupos que obtiveram melhor resultado foram o Multimercado Macro com 9,94% de alfa e os fundos Multimercado Balanceados com alfa de 11,31%. Os dois maiores subgrupos tiveram alfa negativo, o que fez com que a média ficasse próxima de zero. São eles o Multimercado Multiestratégia com alfa de -0,92% e PL em torno de 68 milhões e o Multimercado Juros e Moedas com alfa de -1,54% e PL de aproximadamente 27 milhões.

Os fundos de ações tiveram o alfa médio ponderado pelo patrimônio pior dos 3 subgrupos, - 1,91%, apesar de terem tido uma boa rentabilidade em absoluto. Apenas 3 subgrupos conseguiram alfa positivo. São eles, Small Caps com 3,16%, Ações Livres com 1,44% e Ibovespa Ativo com 3,60% .

Assim, o terceiro período, caracterizado por uma recuperação de preços dos ativos, principalmente de ações e mais especificamente das ligadas a *commodities*, foi marcado por uma boa rentabilidade dos fundos. Porém em uma análise mais elaborada utilizando-se o CAPM pode-se perceber que a rentabilidade foi na melhor das hipóteses, indiferente ao ativo livre de risco no caso dos fundos de Renda Fixa e multimercado ou pior que o ativo livre de risco no caso dos fundos de Ações.

Na tabela 2.13 pode-se analisar resumidamente os resultados:

Tabela 2.13

CLASSIFICAÇÃO ANBIMA	PERÍODO 01 02/01/2007 - 20/05/2008	PERÍODO 02 21/05/2008 - 27/10/2008	PERÍODO 03 28/10/2008 - 29/05/2009
Renda Fixa	-1,051%	0,000%	-0,001%
Multimercados	-4,556%	0,030%	0,002%
Ações	4,748%	2,996%	-1,915%

Elaboração própria. Dados Anbima.

CONCLUSÃO

Nesta monografia buscou-se analisar a indústria de fundos de investimento no Brasil em diferentes cenários. No decorrer dos anos de 2007, 2008 e 2009 a economia mundial apresentou períodos bastante divergentes, e dessa forma, a economia brasileira acompanhou esses movimentos. Nestes cenários, a indústria de fundos de investimentos também é fortemente impactada.

Mais especificamente, esse trabalho buscou analisar o retorno dos fundos de investimento no Brasil e, além disso, através da utilização de um parâmetro denominado alfa evidencia-se o sucesso da gestão no gerenciamento dos investimentos. Considerando o modelo de CAPM, que tem como premissa o equilíbrio dos mercados, os investimentos devem apresentar retorno de acordo com o mercado em que estão inseridos. A diferença entre o retorno real observado e o retorno estimado pelo modelo de CAPM é então denominado parâmetro alfa, ou o sucesso da gestão.

Para essa análise, reuniu-se todos os fundos de investimentos presentes no Brasil e os mesmos foram divididos em três grandes grupos: fundos de renda fixa, multimercados e fundos de ações.

Inicialmente, no decorrer do ano de 2007 e até meados de 2008, a economia mundial passou por um período de prosperidade econômica e abundância de liquidez. Nesse período, os fundos de investimento apresentaram retornos elevados, com destaque para os fundos de ações. Calculando o parâmetro alfa, observa-se que a gestão somente é bem sucedida para os fundos de ações, e assim, concluímos que em tempos de prosperidade econômica, os gestores, de um modo geral, não são capazes de alavancarem os retornos.

No segundo período analisado, que contempla o resto do ano de 2008, há um ponto de inflexão na tendência de crescimento da indústria de fundos de investimento que mergulha em um período de perdas. Por outro lado, no cenário de crise observa-se que a gestão é bem sucedida e não prejudica o retorno dos fundos.

Por fim, analisa-se os fundos de investimento em um terceiro cenário econômico, marcado por movimentos de recuperação após a crise do *subprime* em 2008. No decorrer do ano de 2009, os fundos apresentaram retornos acima de seus benchmarks e

recuperação consistente. Contudo, novamente observa-se que quando a economia está prosperando e os investimentos de um modo geral, a gestão não é capaz de aumentar o retorno desses investimentos.

Portanto, esse trabalho analisou o comportamento dos fundos de investimento no Brasil em três períodos bastante divergentes entre si. Concluimos que a gestão mostrou performance melhor no período de crise. Apesar de no período de prosperidade econômica (em 2007 e início de 2008) e recuperação (2009) os fundos terem apresentado retornos bastante elevados e superiores ao benchmarks, a gestão não é responsável por esses maiores retornos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades Financeiras e do Mercado de Capitais. Disponível em: www.anbima.com.br/. Último acesso em 28/01/2012.

Black, Fischer., Michael C. Jensen, and Myron Scholes (1972): *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, pp. 79-121 in M. Jensen ed., *Studies in the Theory of Capital Markets*. New York: Praeger Publishers.

Fama, Eugene; French Kenneth: *The Capital Asset Pricing Model Theory And Evidence*”, *Journal of Economic Perspectives*, v. 18, n. 3, p.25-46, 2004.

French, Craig W. (2003): The Treynor Capital Asset Pricing Model, *Journal of Investment Management*, Vol. 1, No. 2, pp. 60-72.

Gitman, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*, 1997

Investment Company Institute. Disponível em: www.ici.org/research. Último acesso em 28/01/2012.

International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, setembro 2007, abril 2008, setembro 2008, abril 2009, setembro 2009. Disponível em: www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/index.htm.

International Monetary Fund, *World Economic Outlook Report*, Julho 2007, Janeiro 2008, Julho 2008, Novembro 2008, Abril 2009, setembro 2009. Disponível em: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29>.

International Monetary Fund, *World Economic Database*, Disponível em: www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28.

Jensen, M. C: *The performance of mutual funds in the period 1945-1964*. *Journal of Finance*, v. 23, n. 2, p. 389-416, 1968.

Luquet, M. *Gestores de Fortunas*, São Paulo: Ed. Globo, 2002

Meurer, R. (2006). Fluxo de Capital Estrangeiro e Desempenho do IBOVESPA. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 79-95.

Mossin, Jan. (1966): *Equilibrium in a Capital Asset Market*, *Econometrica*, Vol. 34, No. 4, pp. 768-783.

Pennachi, George: *Theory of Asset Pricing*, University of Illinois, Business Department.

Sharpe, W. (1964). *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442.